



## 慶應義塾大学ビジネス・スクール

### 松下電器産業株式会社 (B)

1992年初夏、松下電器産業株式会社は、資本市場での証券発行を計画していた。松下電器産業は、1990年にアメリカのエンターティメント会社であるMCA社を買収したのに伴って、長期のドル資金を必要としていた。松下電器産業は、この企業買収を、当初、ドル建て短期銀行借入によってまかない、その後、アメリカのコマーシャル・ペーパー市場で借り替えを行っていた。したがって、松下電器産業としては、この短期利付負債を長期利付負債にリファイナンスすることを検討していた。

5

10

#### 松下電器産業の概要

松下電器産業株式会社は、1918年に、松下幸之助氏によって創設された会社である。1992年現在、松下電器産業は、松下グループの中核企業であり、そのグループには製造会社約50社、販売会社約40社が含まれていた。また、松下電器産業は、日本で最大の家電メーカーであり、160カ国を超える国々で製造・販売活動を行っていた。

15

松下電器産業は、松下幸之助氏が唱えた「水道哲学」のもとに成長してきていた。松下氏は、マーケット・シェアを拡大し、その獲得した市場に、水道の蛇口から継続的に出てくる水のように、松下電器産業がその製品を供給することが重要であることを強調していた。したがって、それはマス・セールスの哲学でもあった。しかし、従来、松下電器産業は、強力な国内販売網を確立していたために、世界的に魅力的で革新的な新製品を開発する点では遅れをとっていると見られていた。人によっては、松下電器産業を「マネシタ電器」と揶揄していた。松下電器産業は、競争相手の会社が新製品を最初に開発するのを待つて、その先行製品よりも的を絞った優れた製品を製造・販売すると見られていた。また、ある証券アナリストは、松下電器産業は、マンモス・コングロマリットに成長したが、堅実ではあるものの魅力の少ない家電製品を大量生産して、25千店のナショナル・ショップという巨大な販

20

25

---

このケースは、慶應義塾大学教授の鈴木貞彦が同大学院経営管理研究科でのクラス討議のために、外部資料にもとづいて作成したものである。このケースは、経営の巧拙を例示するためのものではない。  
(1993年2月作成)

Copyright ©1993 by Professor Sadahiko Suzuki of Graduate School of Business Administration, Keio University, Japan. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, used in a spreadsheet, or transmitted in any form or by any means – electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise – without the permission of the author. (Prepared in February 1993)

30

売網を通じて、それら製品を日本中に洪水のように溢れさせたとさえ述べていた。<sup>1</sup> 事実、このようなアプローチを通じて、松下電器産業は、冷蔵庫、エアコン、ファクシミリなどで、日本でのトップ・シェアをとっていた。

オーディオ・ビデオ事業は、松下電器産業にとっては、中核事業であった。1980年代のビデオ・デッキの競争において、ソニーは、最初に、ベーターマックス方式によって市場に参入した。しかし、松下電器産業は、VHS方式によってすぐに追随して、ソニーを打ち負かした。

しかし、その後、ソニーは、強力な新製品であるウォークマンによって反撃した。それは、既存の生産技術の応用した優れた製品であった。多くの専門家達は、1990年代におけるオーディオ・ビデオ機器分野での技術的なイノベーションは、ソフトウェアとハードウェアとのシナジーを高める形で生まれてくると予想していた。このような環境のなかで、ソニーは、他社に先駆けて、ソフトウェア事業を戦略的に強化する方針を定め、1988年にCBSレコード社を、1989年にコロンビア・ピクチャーズ・エンターテイメント社をそれぞれ買収した。これに対して、松下電器産業は、またしても、ソニーの後を追って、ソフトウェア事業への参入を試みることになった。

## MCA社の買収とそのための資金調達

1990年12月、松下電器産業は、MCA社を6,130百万ドル(1株66ドル)で買収した。この会社は、ハリウッドのユニバーサル・スタジオを所有するアメリカのエンターテイメント会社であった。松下電器産業は、MCA社のワッサーマン会長に対して、彼が所有するMCA社の株式と交換に330百万ドルの優先株式を発行した。松下電器産業は、残りの5,800百万ドルを現金で支払ったが、うち1,000百万ドルを所有現金でまかなった。残り4,800百万ドルは、松下電器産業のアメリカにおける金融子会社であるパナソニック・ファイナンス・インクがコマーシャル・ペーパーを発行して調達した。このコマーシャル・ペーパーはリーマン・ブラザーズが斡旋し、ゴールドマン・サックス、ファースト・ボストンおよびバンカーズ・トラストがディラーとして参加した。パナソニック・ファイナンス・インクは、このほかに、60億ドルのクレジット・ラインを設定したが、ムーディズ・インベスターズ・サービスとスタンダード・アンド・プアの両格付け機関から最高の格付けを得ていた。<sup>2</sup> 1990年12月10日、パナソニック・ファイナンス・インクは、コマーシャル・ペーパーの最初の発行額として19億ドルを発行した。利子率は、CPコンポジット・レート(AA格の事業会社に対する

<sup>1</sup> Yumiko Ono, "MCA Purchase Signals a Shift by Matsushita Tries to Shed Conservative, 'Copycat' Image," The Asian Wall Street Journal (November 27, 1990), p.12

<sup>2</sup> 日経金融新聞 (1990年12月11日), p. 1

るレート)を0.07~0.13ポイント下回るレートであった。<sup>1</sup>

同日、CPコンポジット・レートは、満期30日物については7.77%、満期60日物については、7.57%、満期90日物については7.45%であった。<sup>2</sup> 松下電器産業は、MCA社の51%以上を12月28日までに買収する計画であった。したがって、パナソニック・ファイナンス・インクは、翌週末までにコマーシャル・ペーパーを発行して追加的に30億ドルを調達した。そして、  
5  
パナソニック・ファイナンス・インクは、その調達資金を買収目的に設立した子会社のマツシタ・アクイジション・コーポ(後にMCA社に買収される会社)に貸し付けた。

この資金調達は、MCA社に財務的負担を課した。このため、松下電器産業は、MCA社に対して、30億ドルを追加投資した。また、1991年3月、MCAファンディング・コーポ(松下電器産業の金融子会社)は、ミディアム・ターム・ノートを発行して7億ドルを調達し、コマーシャル・ペーパーの一部を返済した。このミディアム・ターム・ノートは私募形式で発行され、満期に一括返済されることになっていた。このノートは、アメリカの証券取引委員会(SEC)の規則144A条に従うものであった。  
10

このミディアム・ターム・ノートは、ムーディーズ・インベスターズ・サービスからAaa格、スタンダード・アンド・プアからAAA格を受けていた。利子率は、満期1年物については6.8%、2年物については7.8%、3年物については8.1%であった。2年物と3年物の利子率は、アメリカ国債の利子率プラス0.60ポイントのレートとほぼ同じであった。MCAファンディング・コーポは、コマーシャル・ペーパーとミディアム・ターム・ノートのそれぞれについて30億ドルのクレジット・ラインをもっていた。  
15

## 松下電器産業の財務状況

松下電器産業の株価は、1992年になって下落を続けていた。松下電器産業の営業利益は、1992年3月期において、音響・映像機器および情報機器の売上高の低迷が主要原因で、単独決算ベースで約15%、連結決算ベースで約17%，それぞれ低下していた。ビデオ・デッキの分野では、売上高の長期低迷傾向に歯止めはかからなかった。一部の人気ビデオ機器の分野で、松下電器産業は、マーケット・シェアを高めたものの、その売上高は、松下電器産業の総売上高を高めるほどの規模ではなかった。また、半導体を含む電子部品の分野では、市場が冴えず、売上高の伸びは鈍かった。  
20

証券アナリスト達は、松下電器産業は、今後3年間、既存の製品に依存せざるをえなくなると予想していた。このため、1993年3月期の業績見通しも冴えないものと予想されて  
25

<sup>1</sup> コマーシャル・ペーパーの最高格付けには、AAA格およびAA格の両方が含まれる。

日経金融新聞 (1990年12月28日), p. 1

<sup>2</sup> 日刊工業新聞 (1990年12月12日), p. 1

いた。これに加えて、金融資産残高を取り崩したことや金利水準の低下などによって、利息純受取額と受取配当金は、単独決算ベースで、1991年3月期の1,215億円から1992年3月期の約691億円へと43%近くも減少した。

MCA社の業績は冴えなかった。とりわけ、MCA社の映画部門であるユニバーサル・ピクチャーズ・プロダクションは、近年、大ヒットのETのような成功をあげることは出来なかつた。ユニバーサル・ピクチャーズは、バックドラフトのようなあまり人気のない映画に頼らなければならなかつた。1992年3月期において、MCA社は、売上高480億円(1991年3月期より10%の下落)、営業利益290億円(1991年3月期より6%の下落)を計上した。松下電器産業のトップ経営陣は、MCA社の財務成果は、5年間や10年間というような長期的な展望のもとで評価されるべきであると強調していた。<sup>1</sup>しかし、松下電器産業は、MCA社の1993年3月期における税引前利益を150億円と予想していた。

### 多額の設備投資

MCA社の買収に加えて、松下電器産業は、過去2年間において、1兆円の設備投資を行うとともに、研究開発費を毎年約10%増加させていた。

特に、松下電器産業は、1990年代後半に予想される高品位テレビの分野での激烈な競争において勝ち抜くために、家電部門において、多額の設備投資を継続していた。松下電器産業は、高品位テレビとディジタル・ビデオ・デッキの市場は、1996年までに成熟すると予想していた。高品位テレビ市場は、2000年までに4兆円の規模に達すると予想されていた。このシナリオのもとで、松下電器産業は、強い大量製造能力、強い販売網、そして、強いオーディオ・ビデオ製品によって、この成長市場で大きな果実を獲得することを計画していた。

この挑戦に対応するために、松下電器産業は、新しいオーディオ・ビデオ機器の開発を重視し、その高い水準のハードウェア技術とMCA社のソフトウェアとのシナジーをフルに実現することを試みていた。1992年1月、松下電器産業は、MCA社とともに、三つの小委員会、すなわち、ビジョン小委員会、共同開発小委員会、財務小委員会、を設けた。1992年3月、松下電器産業は、エンターティメント・アート小委員会を設けて、ソフトウェア事業を統合することにした。

しかし、これら多額の設備投資のために減価償却費は増加し、MCA社の買収に伴う約170億円というのれんの償却費用に上乗せされることになった。

<sup>1</sup> 日本経済新聞 (1992年8月10日), p. 35

## エクイティ・ファイナンス

1984年5月、松下電器産業は、1,000億円の転換社債を発行した。さらに、1980年代後半には、日本の資本市場で多額の資金を調達した。すなわち、1987年5月と1989年10月の2回にわたって転換社債を発行して、それぞれ2,000億円を調達した。しかし、松下電器産業は、外貨建て普通社債については、1975年12月以降ほぼ14年間にわたって発行していなかった。

5

1990年3月、松下電器産業とその金融子会社パナソニック・ファイナンス(オランダ)は、海外の資本市場において、同時に資金調達をして合計13億ドルを調達した。松下電器産業はユーロドラー建て新株引き受け権付社債(ワラント債)で10億ドル、パナソニック・ファイナンス(オランダ)は普通社債で3億ドルを調達した。この2社による社債の同時発行は、子会社の普通社債の発行を容易にするためであり、発行条件を発行体にとってより有利にすることを可能にした。さらに、1990年、松下電器産業は、エクイティ証券を追加発行して、1,000億円から2,000億円の資金を調達することを計画していた。

10

## 財務状態の悪化

1990年3月末、松下電器産業は、連結ベースで3兆4千億円の金融資産を保有していた。このため、「松下銀行」とも呼ばれていた。しかし、MCA社の買収や多額の設備投資によって、1992年3月末には、その金融資産は1兆5千億円に減少していた。単独決算ベースにおいても、金融資産は、1990年3月末のピーク時の1兆9,269億円から1992年3月末の1兆1,160億円へと減少していた。<sup>1</sup>

15

一方、松下電器産業自体は短期借入をしてはいなかったが、連結決算ベースでは、銀行および生命保険会社からの借入額は、1989年3月末の3,476億円から1992年3月末の6,299億円へと増加していた。

20

1992年、MCA社の利付負債は、当初の21億ドルから30億ドル超に増加していた。<sup>2</sup> このMCA社の金利負担を緩和するために、松下電器産業は、この利付負債の大部分を親会社からの出資金によって返済したいと考えていた。この資金を調達するために、松下電器産業は転換社債やワラント債等のエクイティ証券を発行する機会を模索していた。松下電器産業は、日本の株式市場が底を打つ兆しを見せ始める時には、直ちにエクイティ・ファイナンスを行うことが出来るよう準備を進めることにした。

25

<sup>1</sup> ここでの金融資産には、現金、預金、短期有価証券、投資有価証券勘定に計上されている国債、社債および投資信託を含む。

<sup>2</sup> 日本経済新聞 (1992年4月11日), p. 14

## 日本の株式市場での株価の崩壊

1992年に入って、日経平均株価指数(225種)は引き続き下落を続けていた。1992年4月初め、東京株式市場は暴落し、日経平均株価指数は1986年以来最低の水準に落ち込んだ。日経平均株価指数は1989年末の水準に比べて60%近くも低くなった。5月初め、日経平均株価指数は、少し回復して18,000円台に戻した。しかし、5月中旬からは、日経株価指数は、再び下落し始めた。このような状況のため、日本企業は少なくとも10ヶ月にわたってワラント債を発行出来なくなっていた。同様に、6月には、日本企業のなかで、国内で転換社債を発行しようと計画している企業は一社もなくなってしまった。

松下電器産業の株価も、1988年のピーク時に3,070円であった株価は、1989年5月に行なった5%の無償交付による調整分をはるかに上回って、1992年5月には1,300円へと暴落していた。このため、松下電器産業が多額のエクイティ証券を発行することを、投資家達は歓迎しないかもしれないと思われた。

一方、松下電器産業は、1990年3月にエクイティ・ファイナンスを行った際に、配当性向を最低12%に維持することを公約していた。1991年、松下電器産業は、配当金を1株12円に引き上げた。しかし、その水準は、競争相手であるソニーの1株50円を大きく下回っていた。一方、1992年3月以降、日本企業がエクイティ証券を日本市場で発行する場合には、日本証券業協会によって規定された配当性向についての新しいルールに従わなければならなくなつた。

## 20 グローバル・ボンド

1992年春、松下電器産業は、リーマン・ブラザーズから、松下電器産業がグローバル・ボンドを発行するのであれば、投資家達はそれを受け入れるであろうとのアドバイスを受けた。松下電器産業の製品は、世界中の家庭で使用されていた。しかし、それら製品は、パナソニック、ナショナル、テクニクスおよびJVC等のブランドで知られていた。したがって、25 松下電器産業の社名は、ソニーの社名に比べて、あまり知られていないかった。リーマン・ブラザーズは、グローバル・ボンドは、お金を使わなくても、松下電器産業の社名を知らしめることになることを示唆した。もし、松下電器産業がこのアドバイスにしたがって、グローバル・ボンドを発行する場合には、そのような社債を発行する最初の民間事業会社になるとのことであった。

30 グローバル・ボンドは、1989年に世界銀行が、15億ドルの債券を、アメリカ、ヨーロッパおよび日本で同時に発行したのが最初であった。この発行を含めて、約271億ドルのドル建て債券19銘柄が異なる5発行主体(シティコーポ、ファースト・シカゴ・コーポ、オンタリ

オ地方政府を含む)によって発行された。

グローバル・ボンドは、発行額が非常に大きいこと、多くの金融センターで販売されることなどから、流動性が高かった。この流動性面での有利さが投資家にとって魅力的であったこともある。グローバル・ボンドの価格付けは、ヤンキー市場またはユーロ市場と比較して、若干高めに設定されていた。(ただし、その高めの幅は、2ペース・ポイントを超えることはなかったと推察されている。)世界各地の幅広い層の投資家が応募するということから、グローバル・ボンドの利子率を低めにすることも可能であると思われていた。さらに、グローバル・ボンドの発行諸費用は、ヤンキー・ボンドの場合よりも低いことから、グローバル・ボンドの発行者は、費用面でも有利になると思われていた。5

一方、引受投資銀行は、小規模の発行主体がグローバル・ボンドを発行するのを好まない傾向があった。その理由の一つは、引受業者がこのディールをまとめるに必要とされる作業量のわりには、手数料が低かったことである。このほか、グローバル・ボンドは、どこかの会社でも発行出来るというものではなかった。それは、流動性を高めるために発行規模を非常に大きなものにする必要があった。しかし、この大規模の発行規模にもかかわらず、発行証券を複数の金融センターに分散することが出来るために、発行者は個々の金融センターに固有の混乱を回避することが出来ると思われた。10

主な投資家としては、「非常に大きな年金基金や上位25位の固定インカム・ファンドのマネジャー、多額の手元現金をもっている中東の投機家」が含まれていた。<sup>1</sup> 最小購入規模は、通常、約1百万ドルであった。発行者は、最高の格付けまたはそれに近い高い格付けをもつ主体でなければならなかった。さらに、グローバル・ボンドの発行を希望する主体は、すでにアメリカの証券取引委員会に登録していることが必要であった。それは、新規に登録する際の費用は、グローバル・ボンドによって得られる利点を相殺する可能性が高かったからであった。15

## 新規社債の発行条件

新規に社債を発行することによって、松下電器産業は、知名度を高めたいと考えていた。特に、アメリカの投資家達との関係を強めたいと希望していた。また、松下電器産業は、調達する資金をMCA社への投資として使用する予定にしていたので、出来るだけ満期の長い社債を発行したいと考えていた。20

この目的のためには、ヤンキー・ボンドを発行することも一つの方法であった。1992年初夏、引き受けのフロント・エンド手数料は、10年物ヤンキー・ボンドについては、0.50

<sup>1</sup> Thomas T. Volgel, Jr., "Planned Matsushita Bond Issue May Open Access to Global Market," The Asian Wall Street Journal (June 9, 1992), pp. 11 and 15.

-0.60%, 10年物ユーロダラー・ボンドについては、0.30-0.35%であった。しかし、リーマン・プラザーズは、10年物ユーロダラー・ボンドについては十分な需要がないであろうということを示唆していた。

1992年初夏、リーマン・プラザーズは、松下電器産業にとって、グローバル・ボンドも一つの代替案である旨を示唆していた。リーマン・プラザーズは、グローバル・ボンドを発行する場合には、追加費用のうち、弁護士費用は高めになると述べていた。しかし、同時に、リーマン・プラザーズは、発行金額が10億ドルになる場合には、追加費用のうちのその他の部分については、交渉の余地があると述べていた。リーマン・プラザーズは、グローバル・ボンドを発行する場合には、引き受けのフロント・エンド手数料としては、ユーロダラーについての手数料を適用することができることも示唆していた。また、松下電器産業がグローバル・ボンドを発行する場合には、その募集は、アメリカ、ヨーロッパおよび日本以外のアジアで主に行うことになると述べていた。

このような状況のもとで、松下電器産業は、グローバル・ボンドを発行するとすれば、その規模と満期とを決定しなければならなかった。投資銀行家達は、グローバル・ボンドを成功させるためには、少なくとも10億ドルの規模が必要になると述べていた。<sup>1</sup>もし、松下電器産業が10億ドル規模の社債を発行するのであれば、公募価格は99.32%になるものと思われた。さらに、引受ディスカウントの0.35%を差し引くと手取り金額は、98.97%になると思われた。このほか推定費用は1,100,000ドルになると思われた。

ところで、前述のように、松下電器産業は、長めの満期を希望していた。しかし、満期を決定する前には、将来の利子率がどのように動くのかも検討する必要があった。最近、世界銀行は、4回目のグローバル・ボンドを15億ドル発行したが、その際には、満期として5年を選択していた。一方、シティコープが資産担保付証券を15億ドル発行した際には、3年物の満期を選んでいた。しかし、オンタリオ地方政府が5月に20億ドルを発行した際には、満期として10年を選んでいた。松下電器産業の財務担当取締役の平田氏は、長期の名目利子率は、間もなくアメリカで上昇に転ずると予想していた。<sup>2</sup>

利子率については、投資家達は、一般的には、若干高めの価格を支払ってもよいと考えていると思われるとのことであった。それは、発行規模が大きく、取引が容易に成立しやすい証券の場合には、売却時に素早く売却できるという利点があると見られていたからである。例えば、世界銀行の関係者は、グローバル・ボンドを発行して以来、世界銀行のグローバル・ボンドの利回りは、アメリカの財務省証券の利回りよりも低下の度合いが大きくなっている。

<sup>1</sup> Margaret Soares, "Matsushita Deal Sets a Benchmark For Global Corporate Issuers to Come," Global Finance (August 1992), p.21

<sup>2</sup> 日経金融新聞 (1990年5月22日), p. 1

いると述べていた。スプレッド、すなわち、世界銀行のボンドの利回りは、比較対象とする財務省証券の利回りを、1989年当時は0.375%上回っていたが、最近1月に発行した世界銀行のドル建て社債の場合には、0.15%にまで縮小してきていた。<sup>1</sup> 松下電器産業のボンドの場合には、利子率は、最近発行されたシティコープの事例を参考にして決定されるものと思われた。シティコープが6カ月前に発行していれば、財務省証券よりも50ベーシス・ポイント高めに価格が設定されるものと思われた。しかし、その後、固定インカムを希望する投資家にとっての証券が少なくなっていることもあって、市場のスプレッドは大幅に縮小していた。

グローバル・ボンドを発行するにあたって、シティコープおよびその他のアメリカの金融機関は、クレジット・カード受取債権を担保として差し入れていた。しかし、松下電器産業としては、資産を担保として差し入れることはしたくないと考えていた。

さらに、アメリカでグローバル・ボンドを発行しようとする企業は、アメリカでのディスクロージュア規則(GAAPに関連する規則を含む)に従わなければならなくなると思われた。このほか、アメリカの証券取引委員会に対してボンドを登録することも必要になると思われた。<sup>2</sup> 松下電器産業は、すでに、1971年に、その株式をニューヨーク証券取引所に登録しており、それ以降、アメリカの証券取引委員会に対して財務情報やその他情報を提出していた。したがって、松下電器産業が今回検討しているボンドについて新たなディスクロージュア・コストは必要がないと思われた。

## ドル建て普通社債

松下電器産業にとってのもうひとつ的方法は、ユーロダラー市場において普通社債を発行することであった。過去1年間、日本の金融機関以外の企業が発行した最大の発行金額は、東京電力が1991年8月に発行した5億ドルの7年満期の普通社債であり、その時の条件は、発行価額99.37%，クーポン・レート8.75%であった。

ところが、1992年5月18日、トヨタ自動車が普通社債10億ドルをユーロダラー市場で6月に発行することが明らかとなった。トヨタ自動車は、その株式をニューヨーク証券取引所に登録していなかった。トヨタ自動車が発行しようとしている社債は、5年満期であり、発行価格101.205%，クーポン・レート6.875%であった。トヨタ自動車は、社債を発行するにあたって2,451百万円の当初費用を支払うことになると思われるが、それには、引受手数料<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Thomas T. Vogel, Jr., "Planned Matsushita Bond Issue May Open Access to Global Market," The Asian Wall Street Journal (June 9, 1992), p.11

<sup>2</sup> 1988年7月、日本電信電話会社が5億ドルのシニア・ノートを発行し、そのノートを証券取引委員会に登録した。しかし、それ以降は、日本企業で、その社債を証券取引委員会に登録しようとした企業は見られない。

<sup>3</sup> 約1億ドルのユーロダラー建て普通社債（7年物）の引受手数料は、1991年初め1.875%であった。

およびその他の固定費用も含まれていた(付属資料12)。トヨタ自動車は、1987年に発行したワラント債8億ドルを償還する必要に迫られるものと予想されていた。

## 円建て普通社債

5 1991年以降、日本企業は、多額のユーロ円建て社債を発行した。ユーロ円建て普通社債については、受託手数料は必要とされなかった。このため、1銘柄の発行金額は少なかつたものの、その発行コストは、国内の普通社債のコストよりも割安になっていた。さらに、ユーロ円建て社債には、ディスクロージュアの必要はなかった。しかし、大蔵省は、証券会社に対する行政指導によって、ユーロ円建て社債を発行後の最初の90日間に日本の国内投資家に売却することを制限した。このため、多くの日本の引受会社は、発行時点において、日本の投資家に対して、ほぼ全てのユーロ円債を売却する予約をとることにしていた。これらの要因もあって、ユーロ円債は、エクイティ証券の償還のために多額の資金を必要としていた日本企業にとってますます魅力なものとなっていた。

10 もう一つの方法は、普通社債を日本市場で発行することであった。1991年4月、近畿日本鉄道は、発行登録制度のもとで最初の普通社債を発行した。それ以降、多くの日本の事業会社は、普通社債を発行登録制度によって発行した。大蔵省に対して発行登録を申請した企業は、その後2年間にわたって、発行の意思決定後1週間程度の最小限の事務的準備によって、普通社債を公募することが出来るようになった。発行希望企業は、登録が有効な期間において、多額の発行金額を分散することができるようになった。例えば、東京電力は、当初登録した1,520億円のうち、1992年3月に約800億円を「棚に」残していた。5月、東京電力は、12年満期の普通社債1,000億円を発行した。クーポン・レートは、券面金額100円に対して6.100%であった。同様に、新日本製鉄は、当初登録した2,500億円のうち、1992年3月末において、約900億円を「棚に」残していた。5月には、新日本製鉄は、3年満期の普通社債800億円を発行した。その時の条件は、クーポン・レート5.438%であった。

15 20 25 1992年3月末、日本企業27社が大蔵省に対して発行登録を申請していた。松下電器産業は、その登録をしていなかった。すでに発行登録を申請していた日本企業と同様に、松下電器産業は、もし、大蔵省に対して発行登録を申請する場合には、その資格をもっているものと思われた。

30 しかし、日本の社債市場では、引受手数料のほかに、若干の追加手数料が必要になっていた。これら費用を含めた全ての費用でみると、利子率が同じ場合であっても、日本で社債を発行するコストは、ユーロ円建て普通社債のコストよりも高くなっていた。

1992年4月、日本の資本市場の条件は、さらに悪化していた。大蔵省も国債を発行す

ることを断念せざるをえなくなっていた。5月、大蔵省は、国債の発行を再開したものの、  
クーポンレートを引き上げざるをえなくなった。これによって、市場は、若干安定化する兆  
しを見せ始めた。例えば、東京電力は、市場条件は改善したと判断した。そして、前述のよ  
うに、10年を超える満期の普通社債を発行したが、それは過去6ヶ月、日本企業が発行した普  
通社債のなかで、満期が10年を超える最初の長期の社債であった。

5

### 松下電器産業の今後の業績見通し

松下電器産業が、その強力な製造能力と販売力によって、競争相手を捩じ伏せること  
ができる時代は、次第に終わりつつあると見られるようになっていた。日本の消費者達は、  
地元の伝統的な電器店から遠ざかり大規模な電器ディスカウント店に向かうようになって  
きていた。松下電器は、その売上高の60%(業界平均では40%)を系列の店に依存していたが、  
その従来成功した方法や戦術は売上高を伸ばすにあたって制約にさえなってきていた。こ  
のような状況において、松下電器産業は、ナショナル・ショップを改装して、若い世代にも  
魅力的な店にするとともに、地方の店を統合するなどの努力を始めた。<sup>1</sup>

10

さらに、松下電器産業は、従来、強力な事業部制を敷いていたが、それが、将来にお  
ける革新的で複合的な製品を開発するのを妨げているのではないかと見られるようになっ  
ていた。松下電器産業は40を上回る事業部と連結子会社12社を擁していた。各事業部は、電  
気剃刀からロボットにいたるまで、独立の勘定を維持し、それぞれの分野においてリーダー  
になるように要請されていた。<sup>2</sup>しかし、事業部を厳格に分離していることは、事業部の経  
営を会社全体の視点から統合することを難しくしていた。

15

松下電器産業のトップ経営陣は、松下電器産業のメーカーとしての将来の成長は、ビ  
ジネス環境の変化への迅速な対応能力だけでなく、そのような変化を読み取る能力に依存し  
ていることを認めていた。1989年、松下電器産業は、その組織構造を変更した。松下電器産  
業の社長である谷井氏は、事業部を音響・映像機器、情報処理機器、産業機器、部品および工  
場用自動機器、インテリジェント・ビルの建設という6主要分野に組織替えして、事業部をグ  
ループとしてコントロールすることを強めることにした。この組織替えは、事業部の間の協  
力体制を容易にするとともに、新しい分野での製品開発を促すことになると思われた。

20

証券アナリスト達は、松下電器産業が将来の長期的成長を確実なものにするために  
本当に必要としていることは、成長のための新しい分野を探索し始めることであることを指

25

30

<sup>1,2</sup> Yumiko Ono, "MCA Purchase Signals a Shift by Matsushita Tries to Shed Conservative,'Copycat' Image," The Asian Wall Street Journal (November 27, 1990), p.12

摘していた。<sup>1</sup> ソニーは、市場において最初に新製品を発表することによって、イノベーターとしてのイメージを強力に打ち出していたが、松下電器産業のイメージは、それほど明確になっておらず、マス市場に志向していると見られていた。長年にわたって、松下電器産業は、自社を「亀」として宣伝していたが、最終的には、より多くの製品を販売し、マーケット・シェア競争で勝利を収めていた。しかし、松下電器産業にとって最大の障害は、「模倣者」としてのイメージを払拭することであると見られていた。<sup>2</sup>

しかし、この先、1992年4月から9月までの半年間について、松下電器産業は、単独決算で売上高が2兆2,500億円(1991年同期比9%減)および税引後利益が500億円(1991年同期比53%減)になると見通しをもっていた。さらに、1993年3月期には、単独決算の売上高は4兆6千億円に、経常利益は1,250億円に、それぞれ減少するものと予想されていた。もし、円の価値がドルに対して、さらに上昇する場合には、その営業利益は一層悪化するものと予想されていた。したがって、来期について、松下電器産業は、設備投資を、当初の1,000億円から800億円に引き下げていた。これは減価償却費の930億円の範囲内に抑えたものであったが、その減価償却費は、今後減少するものと予想されていた。

1992年初め、松下電器産業は、これまで発行した転換社債とワラント債について、日本の格付け機関からAAA格の格付けを得ていた。グローバル・ボンドについても、松下電器は、日本の格付け機関の一つであるJBRIからAAA格を得られるものと思われた。しかし、松下電器産業は、ムーディーズ・インベスターズ・サービスからAaa格を得ると思われたが、スタンダード・アンド・プアからはAA+という若干劣る格付けを付けられる可能性があった。

## リファイナンスの必要性

MCA社の重い利子負担を軽減させるために、松下電器産業は、MCA社の借入金を松下電器産業からの出資金によって置き換えることを計画していた。さらに、株式市場が今後1年以内で大幅に回復しない場合には、1994年5月までに、松下電器産業は、転換社債とワラント債の合計2,154億円分を償還せざるをえなくなると思われた。

30

<sup>1</sup> Yumiko Ono and Michael Williams, "Matsushita's Bid To Lift Its Sales May Fall Short," The Asian Wall Street Journal (October 7, 1992),pp.1 and 3.

<sup>2</sup> Yumiko Ono, "MCA Purchase Signals a Shift by Matsushita Tries to Shed Conservative, 'Copycat' Image," The Asian Wall Street Journal (November 27, 1990),p.12

## 付属資料 1

### 連結損益計算書 (3月31日に終わる年度) (10億円)

	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>
売上高	5,504.3	6,002.8	6,599.4	7,449.9
売上原価	3,670.9	4,09.6	4,393.5	5,065.4
売上総利益	1,833.4	1,993.2	2,205.8	2,384.5
販売費および一般管理費	1,416.2	1,540.5	1,733.2	1,995.6
営業利益	417.2	452.7	472.6	389.0
受取利息および受取配当金	177.9	213.2	266.6	170.9
支払利息および割引料	(88.9)	(109.2)	(161.4)	(177.3)
その他	23.3	15.0	19.6	(19.1)
営業外収益(費用)合計	112.3	119.0	124.8	(25.5)
税引前利益	529.4	571.7	597.4	363.4

法人税等				
当年度分	309.9	309.7	330.8	240.1
繰越分	(23.0)	(8.7)	(25.9)	(38.3)
法人税等合計	286.9	300.9	305.0	201.8
持分法による投資損益および 少数株主損益を差し引く前の利益	242.5	270.8	292.4	161.6
持分法による投資損益	11.7	11.2	13.0	4.7
少数株主損益(控除)	40.7	46.5	46.6	33.4
当期純利益	213.5	235.6	258.9	132.9

(注)

1. 減価償却費	217.8	237.7	273.4	498.0
2. 資本投資	325.4	354.8	477.0	543.2
3. 平均為替相場(1ドル当たり円)	128.35	143.41	141.33	132.75

#### 4. 事業の種類別セグメント情報

	<b>1991</b>	外部への 売上高	他セグメント への売上高	計	営業利益
		1991	1992		
AV・電化機器	3,419.5	30.5	3,450.1	235.3	
情報通信・産業機器	3,116.9	493.3	3,610.2	234.7	
エンターティメント	62.9	—	62.9	3.5	
計	6,599.3	523.9	7,123.2	473.5	
消去	—	(523.9)	(523.9)	(0.9)	
連結	6,559.3	—	6,599.3	472.6	
	<b>1992</b>	外部への 売上高	他セグメント への売上高	計	営業利益
		1992	1991		
AV・電化機器	3,520.1	29.1	3,549.2	186.9	
情報通信・産業機器	3,303.5	531.4	3,834.9	181.9	
エンターティメント	626.4	—	626.4	20.6	
計	7,449.9	560.5	8,010.4	389.4	
消去	—	(560.5)	(560.5)	(0.5)	
連結	7,449.9	—	7,449.9	389.0	

注：エンターティメントの営業利益は、MCA社の買収に関連し取得した諸資産の適性価額と買収前の簿価との差額の当年度の年間償却費が控除された額となっている。

## 付属資料 1 (続き)

### 5. 所在地別セグメント情報

	1991	外部への 売上高	他セグメント への売上高	計
本国	4,743.5	990.7		5,734.3
本国以外	1,855.8	65.8		1,921.5
計	6,599.3	1,056.5		7,655.8
消去	—	(1,056.5)		(1,056.5)
連結	6,599.3	—		6,599.3
	1992			
本国	5,058.9	937.9		5,996.8
本国以外	2,391.1	107.3		2,498.4
計	7,449.9	1,045.2		8,495.1
消去	—	(1,045.2)		(1,045.2)
連結	7,449.9	—		7,449.9

## 付属資料 2

**連結貸借対照表**  
(3月31日現在)  
(10億円)

	1990	1991	1992
現金および現金等価物	2,010.8	1,657.5	1,258.2
短期投資	335.4	182.8	243.8
受取債権			
受取手形	120.9	148.2	148.1
売掛金	1,015.7	1,159.2	1,388.7
貸倒引当金	(24.3)	(27.6)	(72.3)
純売掛債権	1,112.3	1,279.7	1,464.5
棚卸資産	846.0	931.1	1,087.1
その他の流動資産	308.4	351.8	386.8
流動資産合計	4,613.0	4,402.9	4,440.4
長期債権	344.3	423.7	451.4
長期棚卸資産－フィルム・コスト	—	—	184.3
投資および貸付金	1,647.6	2,460.0	1,651.0
土地	163.5	177.0	242.8
建物および構築物	605.2	683.5	881.2
機械装置および備品	1,769.7	1,993.7	2,301.1
建設仮勘定	56.5	108.4	108.7
有形固定資産(粗)合計	2,594.9	2,962.6	3,533.8
マイナス：減価償却引当金	1,637.3	1,804.4	2,037.3
有形固定資産(純)合計	957.6	1,158.3	1,496.5
その他の資産	288.8	316.2	796.1
資産合計	7,851.2	8,761.1	9,019.7
短期借入金および1年以内返済			
固定負債	1,045.8	1,478.1	1,494.9
支払手形	72.8	97.1	91.8
買掛金	439.4	497.1	488.4
買掛債務合計	512.2	594.3	580.2
未払法人税	168.3	173.9	124.4
未払人件費	144.1	157.9	168.4
その他未払費用	372.6	411.2	464.3
得意先の前受金および預り金	117.3	131.0	129.5
従業員預り金	125.5	116.3	117.7
その他の流動負債	116.6	114.6	183.5
流动負債合計	2,602.5	3,177.3	3,262.9

**付属資料 2 (続き)**

	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>
長期負債	1,197.1	1,223.7	1,227.6
退職給与引当金	269.1	289.3	313.1
その他の固定負債	—	—	24.9
固定負債合計	1,466.2	1,513.1	1,565.6
少数株主持分他 負債合計	581.7	636.1	695.3
資本金	4,650.4	5,326.4	5,523.8
資本準備金	184.9	195.3	196.4
利益準備金	541.8	561.9	563.5
その他利益剰余金	52.2	57.1	61.9
為替換算調整額	2,487.1	2,718.5	2,817.5
資本合計	(65.1)	(98.0)	(143.5)
	3,200.9	3,434.7	3,495.9
(注)			
1. 発行済株式数 (百万株)	2,080.2	2,093.4	2,094.9
2. 従業員数 (千人)	198.3	210.8	242.2

**付属資料 3**

**単独損益計算書**  
(3月31日に終わる年度)  
(10億円)

	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>
売上高	4,074.7	4,248.8	4,691.6	4,994.7
売上原価	3,230.5	3,441.8	3,804.0	4,085.2
売上税	73.8	—	—	—
売上総利益	770.4	807.0	887.5	909.5
販売直接費	180.5	187.0	198.8	212.9
販売促進引当金繰入額	21.8	18.6	13.2	12.8
広告宣伝費	43.5	45.2	51.4	54.4
販売助成費	27.3	26.5	32.2	28.1
従業員給与手当	140.0	153.2	169.3	185.1
運送費	50.2	49.0	58.8	64.1
減価償却費	17.9	20.7	19.9	31.1
事業税・租税課金	37.0	37.8	42.5	31.9
その他	10.2	12.3	10.7	11.8
販売費および一般管理費	629.2	656.5	732.8	777.0
営業利益	141.1	150.4	154.7	132.5
受取利息	100.2	111.7	125.9	65.0
受取配当金	34.9	38.9	40.3	44.6
受取技術援助料	17.1	15.8	15.3	13.2
その他	11.6	10.8	11.2	11.1
営業外収益	163.8	177.2	192.8	133.9
支払利息	33.9	35.7	44.7	40.7
有価証券評価損	6.0	7.1	4.3	15.1
その他	15.6	19.7	22.0	14.2
営業外費用	55.5	62.4	71.0	70.0
経常利益	249.5	265.2	276.5	196.4
法人税および住民税	121.0	120.1	122.0	85.7
長期納稅引当金繰入額	—	0.1	1.2	1.2
当期純利益	128.5	145.0	153.3	109.5

(注)

1. 減価償却費	58.8	59.6	63.8	90.8
2. 有形固定資産の増加	96.3	117.2	227.9	260.5

### 付属資料 3 (続き)

3. 製品別売上高 :

	1989	1990	1991	1992
映像機器	22.9%(54.2%)	20.9%(52.7%)	20.5%(56.6%)	20.6%(57.7%)
音響機器	6.6 (37.4 )	6.6 (34.7 )	6.6 (40.5 )	6.8 (41.3 )
家庭電化機器	15.6 (14.9 )	14.8 (12.4 )	14.9 (12.7 )	15.1 (12.8 )
情報・産業機器	22.0 (33.3 )	24.8 (33.3 )	25.1 (34.8 )	25.5 (38.3 )
電子部品	17.9 (26.9 )	17.6 (24.9 )	17.1 (24.7 )	16.0 (24.7 )
電池・厨房関連機器	5.7 (17.8 )	5.9 (17.5 )	6.1 (17.7 )	6.1 (18.0 )
その他	9.4 (37.5 )	9.3 (35.4 )	9.7 (32.7 )	9.9 (35.0 )
計	100.0%(33.8%)	100.0%(32.1%)	100.0%(33.4%)	100.0%(34.9%)

( ) 輸出比率

4. 輸出先別輸出額

北米	36.2%	38.0%	34.1%	31.4%
ヨーロッパ	27.0	26.2	25.7	24.6
アジア	26.2	24.2	29.2	31.8
5. 1株当たり利益(円)	66.01	70.15	73.36	52.28
6. 1株当たり配当金(円)	12.50	10.00	12.50	12.50

### 付属資料 4

単独貸借対照表  
(3月31日現在)  
(10億円)

	1989	1990	1991	1992
現金および預金	716.0	963.0	407.9	680.1
受取手形および売掛金	377.5	539.3	652.7	642.4
有価証券	202.6	345.2	157.5	135.2
棚卸資産	204.9	171.0	215.2	222.4
前渡金	4.2	11.1	16.3	14.4
関係会社短期貸付金	16.8	12.9	20.1	17.6
未収入金	35.3	51.8	55.3	57.5
その他	(6.8)	(8.5)	(9.8)	(11.2)
流动資産	1,550.4	2,085.7	1,515.0	1,758.4
有形固定資産	187.2	204.6	306.7	370.0
無形固定資産	1.6	2.3	2.5	3.0
投資有価証券	774.9	735.5	789.6	407.4
関係会社株式	339.3	483.4	1,164.9	1,205.1
関係会社社債	23.0	49.7	0.7	17.8
関係会社出資金	24.9	29.0	34.5	38.7
関係会社長期貸付金	7.7	48.2	67.4	101.4
その他	19.8	20.8	22.2	28.6
投資その他の資産	1,189.6	1,366.6	2,079.3	1,799.0
固定資産合計	1,378.4	1,573.6	2,388.5	2,172.1
資産合計	2,928.9	3,659.3	3,903.5	3,930.5
支払い手形および買掛債務	350.0	551.0	614.3	618.1
社債(1年以内に償還)	—	—	13.8	—
未払金	3.7	11.6	24.7	13.4
未払費用	144.1	186.3	210.5	211.6
未払法人税等	70.6	72.3	68.5	52.3
預り金	149.4	160.0	165.8	160.6
得意先預り金	54.1	56.7	63.6	33.8
従業員預り金	63.7	61.9	57.4	57.6
販売促進引当金	21.8	18.6	13.2	12.8
その他	24.6	30.5	32.3	38.1
流动負債合計	899.4	1,149.0	1,264.2	1,198.2

### 付属資料 4 (続き)

	1989	1990	1991	1992
社債	14.5	155.3	140.8	140.8
転換社債	158.0	316.6	296.0	293.8
退職給与引当金*	79.0	89.0	99.4	108.3
海外投資等損失引当金	11.4	14.5	16.6	21.1
その他	2.2	1.7	8.4	7.7
固定負債合計	265.1	584.9	561.2	571.6
負債合計	1,164.5	1,733.9	1,825.4	1,769.8
資本金	164.3	184.9	195.3	196.4
資本準備金	194.6	215.2	225.5	226.7
利益準備金	27.9	30.9	34.0	37.3
その他の剩余金	1,377.7	1,494.3	1,623.3	1,700.3
資本合計	1,764.4	1,925.4	2,078.1	2,160.7
* +年金資産合計	272.2	317.5	359.2	402.7
受取手形割引高			13.4	12.8
発行済株式数(百万株)	1,955.6	2,080.2	2,093.4	2,095.0
従業員数(人)	41,409	42,510	45,346	47,634
(男子)	(32,886)	(33,741)	(35,641)	(37,138)
ドル建て資産・負債				1992
売掛金		43.0 (\$ 318.8mil.)		
有価証券		55.6 (\$ 413.6mil.)		
関係会社株式		638.2 (\$4,584.7mil.)		
買掛債務および未払費用等		7.0 (\$ 53.5mil.)		
社債		140.0 (\$1,000.0mil.)		

### 付属資料 5

#### 主な株主 (1992年3月31日現在)

住友銀行	4.66%
住友生命保険	4.24
日本生命保険	3.92
松下興産	3.41
あさひ銀行	2.46
住友信託銀行	2.26
住友海上火災保険	1.73
三義信託銀行	1.66
10大株主	27.00
外国人	10.8

### 付属資料 6

#### 転換社債およびワラント債 (1992年3月31日現在)

転換社債:

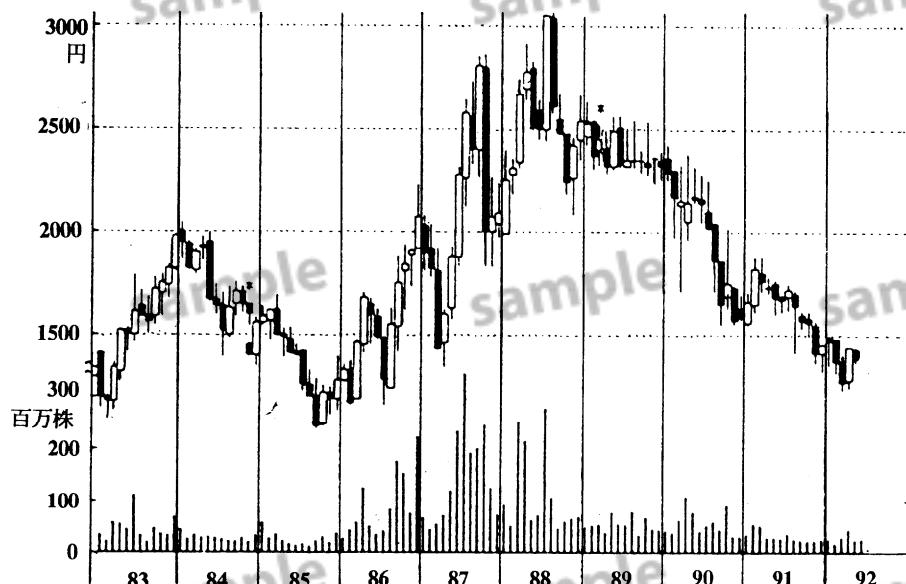
発行月	(10億円)		クーポン レート	転換価格	償還年月	為替相場
	発行額	発行残高				
1984年 5月	100	74.6	3.3%	1,768.8 円	1994年5月	—
1987年 5月	200	20.8	1.4%	1,457.2	1996年9月	—
1989年 10月	200	198.4	1.3%	2,449.3	1999年3月	—

ワラント債:

1990年 3月	151 (\$1,000百万)	140.8 (\$1,000百万)	2.125%	行使価格	1994年3月	152.30円
				2,163.0 円		

付属資料 7

松下電器産業の株価



資料：東京經濟新報社、株価総覧'93（1993年2月12日）

付属資料 8

市場收益率  
(東京証券取引所第一部、買い持ち收益率)

保有期間	收益率	保有期間	收益率
1980~1985	15.8%	1975~1985	14.7%
1981~1986	21.8	1976~1986	16.1
1982~1987	29.8	1977~1987	18.2
1983~1988	31.1	1978~1988	18.5
1984~1989	32.8	1979~1989	20.2
1985~1990	24.8	1980~1990	18.5
1986~1991	12.4	1981~1991	15.8

資料：日本証券経済研究所、株式投資收益率

付属資料 9

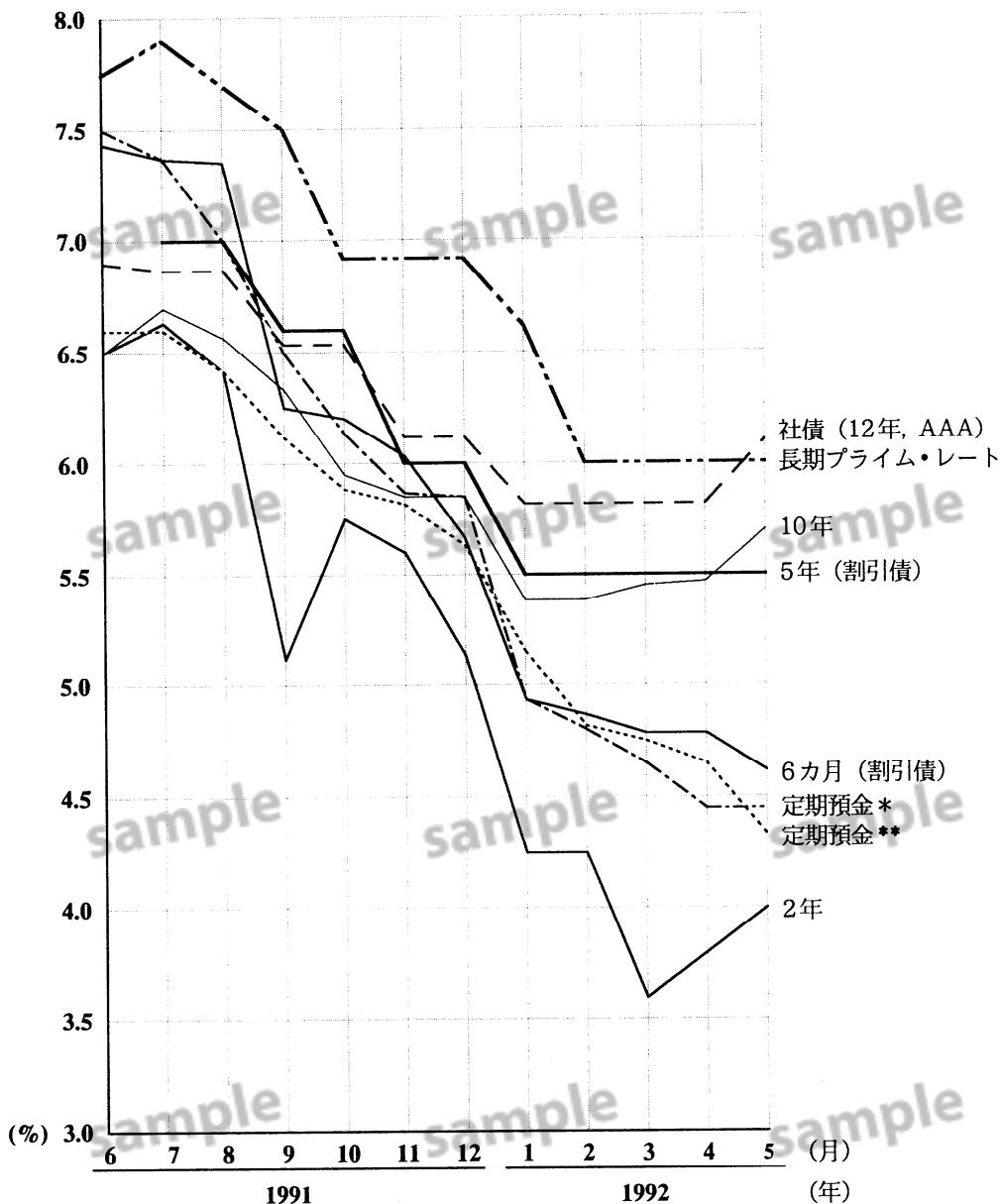
松下電器産業の $\beta$ 値

	3月	6月	9月	12月
1991	0.46	0.49	0.47	0.50
1992	0.62	0.55	-	-

資料：Daiwa Institute of Research Ltd., Tokyo Stock Market Quarterly

## 付属資料 10

日本の利子率  
(%)



(注) A. 2年満期および10年満期の国債は、利付債であるが、6ヶ月および5年満期の国債は割引債である。

\* 大口定期預金（1千万円以上、期間3ヶ月以上6ヶ月未満）

\*\* 大口定期預金（1千万円以上、期間1年以上2年未満）

B. 過去3カ月の利子率

	3月	4月	5月
国債（割引債）(6ヶ月)	4.789%	—	4.634%
国債(2年)	3.603	3.813%	3.997
国債（割引債）(5年)	—	—	5.503
国債(10年)	5.444	5.445	5.657
社債(12年, AAA)	—	—	6.100
大口定期預金(1千万円以上)			
3ヶ月~6ヶ月	4.679	4.421	4.426
1年~2年	4.768	4.691	4.331
長期プライム・レート	6.0	6.0	6.0

付属資料 11

アメリカの国債および社債の利子率

A. 1992年5月の利子率

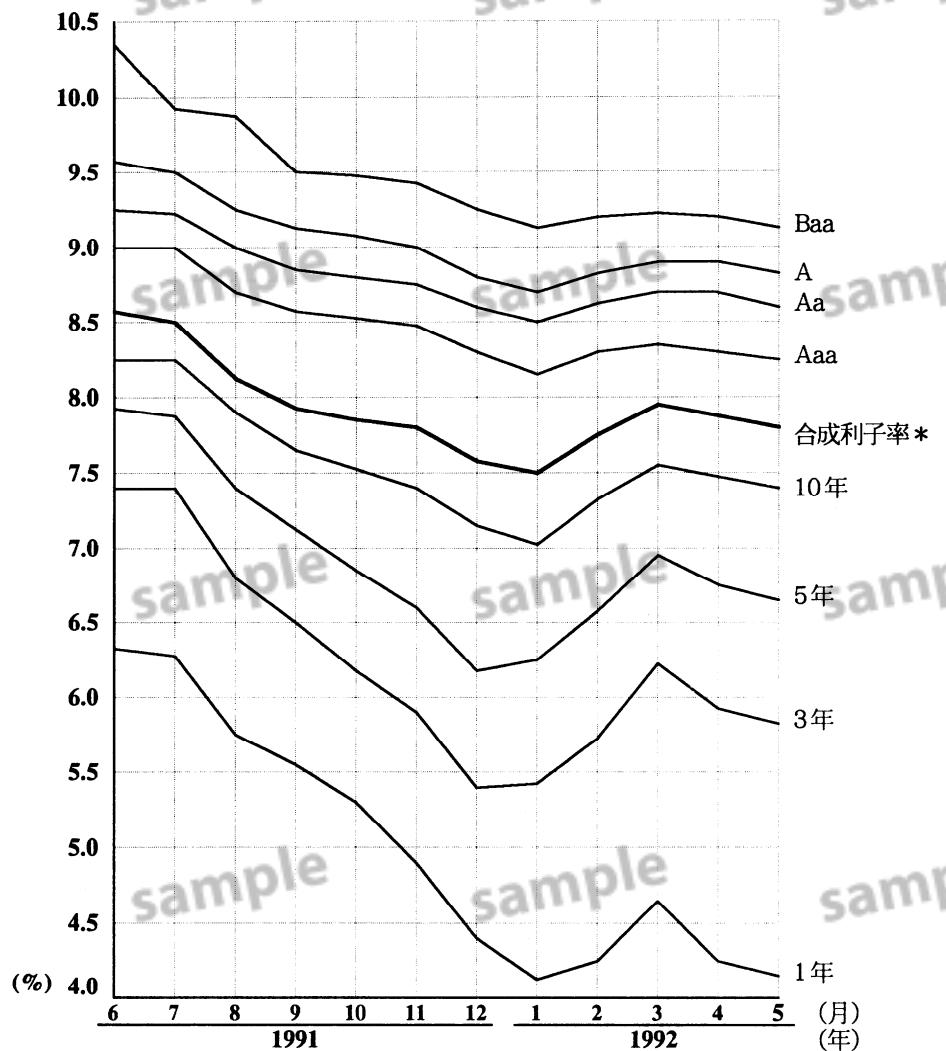
財務省証券および国債 固定満期利子率	以下の日に終わる週				
	1	8	15	22	29
1年	4.34%	4.25%	4.12%	4.12%	4.27%
3年	5.40	5.30	5.16	5.17	5.26
5年	6.02	5.92	5.75	5.73	5.83
10年	6.88	6.78	6.65	6.61	6.70
合成利子率*					
10年超(長期)	7.24	7.16	7.01	6.98	7.07
社債					
既発行債、全産業**	8.82	8.78	8.70	8.66	8.69
格付け別					
Aaa	8.37	8.35	8.27	8.23	8.24
Aa	8.74	8.70	8.61	8.57	8.61
A	8.92	8.88	8.80	8.76	8.80
Baa	9.23	9.20	9.12	9.07	9.11

\* 10年以内に満期到来または償還予定のない既発行国債の単純平均利子率で、利回りの低い「フラワー債(相続税支払い債)」(注:次頁)を含む。

\*\* ムーディーズ・インベスターーズ・サービスからの毎日の数字。複数の長期債についての満期利回り。

資料: Federal Reserve Bulletin

B. 過去 1 年間の利子率



(注) ‘flower’ bonds : 死亡者が死亡時に法定上の所有者であった場合、相続税の支払いにあたって、取得価格の如何を問わず、額面価格での納税が可能なアメリカ合衆国国債の1種。この債券は、1971年まで発行されていたが、その最後の債券のクーポンは3-1/2%，満期は1998年である。

付属資料 12

普通社債の発行コストの比較  
(1992年3月現在)

国内公募普通社債	ユーロ円建て普通社債
発行条件	
発行額 100億円	発行額 100億円
利子率 6.0%(利払年2回)	利子率 6.0%(利払年1回)
発行価額 100.00	発行価額 100.00
年限 7年 (無担保, 満期一括償還, AAA格)	年限 7年 (無担保, 満期一括償還, AAA格)
費用 千円	千円
当初費用	
引受手数料 (1.10%) 113,300	引受手数料 (1.875%) 187,500
受託手数料 (0.11%) 11,330	印刷費用(目論見書・券面) 3,000
登録手数料 (0.10%) 10,000	財務代理人費用
有価証券届出書作成費 920	(利払・償還費用含む) 2,000
目論見書作成費 1,200	上場費用(ロンドン) 1,000
格付費用 2,575	格付費用 2,575
雜費 1,000	弁護士費用 6,000
合計 140,325	会計士費用 1,000
	調印式費用 500
	雜費 2,500
	合計 206,075
期中費用	
期中受託手数料 (0.03%) 21,630	支払利息 4,200,000
支払利息 4,200,000	支払利息 4,200,000
利払手数料 (利払額の0.03%) 12,975	
元金償還手数料 (0.20%) 20,600	合計 4,200,000
合計 4,255,208	
キャッシュ・フロー	
発行時手取金 9,859,675	発行時手取金 9,793,925
利払時支払金(年2回)* 302,472	利払時支払金(年1回) 600,000
償還時支払金 ** 10,323,072	償還時支払金 10,600,000
発行者コスト *** 6.424% (複利ベース)	6.374% (複利ベース)

(注) 国内手数料には消費税を含む(登録手数料は除く)

\* 利子+利払手数料+期中受託手数料

\*\* 元金+償還手数料+利子+利払手数料+期中受託手数料

\*\*\* 利払年1回に換算

資料:公社債月報(1992年5月), p.37

## 付属資料 13

### 日本企業による社債の発行状況

#### 1.日本市場

	普通社債					
	電力会社		その他事業会社		転換社債	
	発行件数	金額 (10億円)	発行件数	金額 (10億円)	発行件数	金額 (10億円)
1989年度		693.0		6.0	295	7,639.5
1990年度		1,830.0		36.0	47	911.0
1991年度	41	1,725.0	19	551.7	84	1,244.0
1992年1月	2	700	1	20	5	71
2月	2	900	2	110	6	62
3月	5	2,100	3	410	12	146
4月	3	1,900	1	50	3	31
5月	5	2,500	4	210	1	20

#### 2.海外市場

##### a.普通社債

	ユーロ円		ユーロ\$		DM		SF	
	金額		金額		金額		金額	
	発行件数	(10億円)	発行件数	(百万ドル)	発行件数	(百万DM)	発行件数	(百万SF)
1989年	33	321.5	70	8,133	10	882	28	1,084
1990年	63	932.0	106	13,515	10	617	45	2,350
1991年	158	3,089.4	48	7,955	8	410	53	1,939
1992年1月	11	235.0	5	1,040	1	40	1	10
2月	13	260.0	5	630	2	55	3	185
3月	14	257.0	8	1,060	4	265	4	165
4月	12	250.0	5	580	4	340	2	40
5月	9	138.0	2	90	1	30	0	0

##### b.転換社債

	ユーロ\$		DM		SF	
	金額		金額		金額	
	発行件数	(百万ドル)	発行件数	(百万DM)	発行件数	(百万SF)
1989年	4	1,000	4	1,300	156	17,153
1990年	1	100	0	0	103	8,654
1991年	1	150	0	0	65	3,942
1992年1月	1	200	0	0	4	280
2月	0	0	0	0	3	150
3月	1	300	0	0	5	876
4月	0	0	0	0	7	355
5月	0	0	0	0	1	35

##### c.ワラント債

	ユーロ\$		DM		SF		Ecu	
	金額		金額		金額		金額	
	発行件数	(百万ドル)	発行件数	(百万DM)	発行件数	(百万SF)	発行件数	(百万ECU)
1989年	202	62,340	35	4,550	30	2,805	0	0
1990年	85	17,870	18	1,835	31	1,360	0	0
1991年	119	18,700	61	7,930	88	6,305	5	600
1992年1月	1	380	2	330	4	280	0	0
2月	7	880	3	360	4	249	0	0
3月	7	895	8	555	6	260	0	0
4月	3	630	3	630	5	215	1	100
5月	3	225	1	100	2	150	0	0

資料：山一証券経済研究所、証券月報（1992年11月）

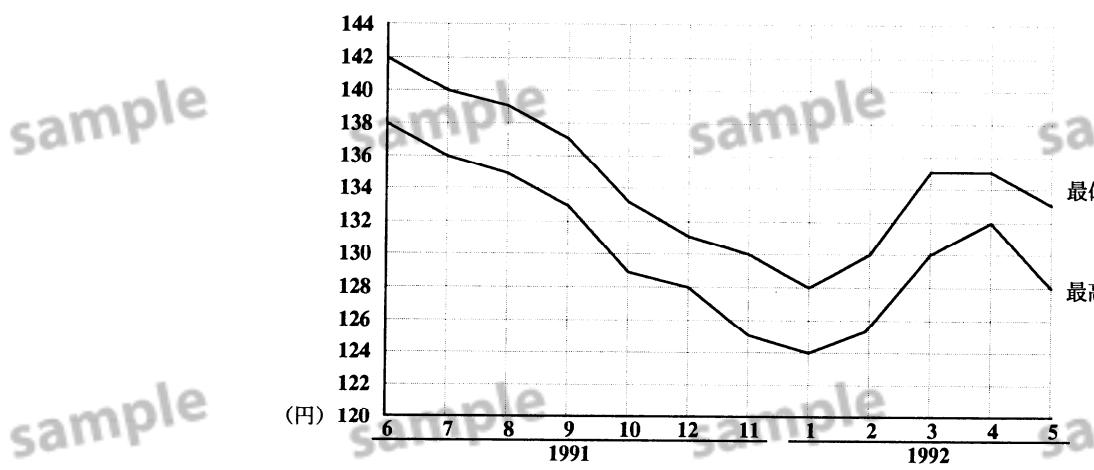
## 付属資料 14

### 日本企業が1992年4月および5月に発行した主な社債

	通貨	発行日	発行額 (10億円)	利子率 (%)	発行価額 (円)	満期	格付け
<b>1. 普通社債</b>							
東京電力	円	3月 5日	100	5.4%	100	3年	AAA
	円	4月	100	5.3	100	3	AAA
	円	5月	100	6.1	100	12	AAA
新日本製鉄	円	1月 31日	80	5.6	100.20	8	
	円	5月	80	5.438	99.50	3	
日本航空	ユーロ円	4月 15日	30	6.00	101.40	7	Aa3(Moody's) AA - (S&P) AA (NIS)
電気化学	ユーロ円	4月 9日	20	5.70	101.25	4	A - (JCR)
	ユーロ円	4月 9日	20	5.75	101.60	5	A (NIS)
三洋電機	ユーロ円	5月 8日	15	LTPR-0.57	100.15	5	AA (NIS)
	ユーロ円	5月 27日	20	6.0	101.80	5	AA (NIS)
NKK	ユーロ円	5月 22日	30	6.0	101.75	5	AA - (JBRI)
	ユーロ円	5月 22日	30	5.90	101.60	5	AA - (JBRI)
LTPR=長期プライム・レート							
<b>2. 転換社債</b>							
東日本ハウス	スイスFr.	4月 23日	90	4.625	100.0	4	-
<b>3. ワラント債</b>							
オンワード樫山	ユーロSF	4月 2日	200	3.25	100.0	4	Aa - (JCR)
南海鉄道	ユーロ\$	4月 16日	300	3.375	100.0	4	-
パルコ	ユーロDM	5月 14日	100	5.125	100.0	4	A - (JCR)

## 付属資料 15

### 円-ドル・インターバンク為替相場



付属資料 16  
利益配分ルールに関する理事会決議の制定について

平成4年3月18日

日本証券業協会

5

1. 公約配当性向は、利益配分の増加が期待できる水準で、原則として、上場企業の平均的水準（30%）以上となるように要請する（注1）。

2. 株主資本利益率8%以上の企業については弾力的に対応するが、株主資本配当率が2.4%以上となる公約配当性向水準とするように要請する（注2）。

3. 公約維持期間はファイナンス後3決算期間とし、3期平均で公約水準の維持を要請する。

4. 株式分割は、基準日に配当増加があったものとみなす。

5. 1株当たり配当金が20%以上増加した期は、公約を遵守したものとして取り扱う。

ただし、公平性確保のため、配当性向が10%以上の企業に限定するとともに、配当性向実績により配当金の増加率に差を設ける。

6. 配当性向の計算上、特別利益は当期利益に含めないことができる。

7. ファイナンスの際に、配当政策についての具体的な考え方を公表するよう要請する。

8. 発行会社及び証券業協会において、公約の遵守状況を定期的に公表する。

（注1）1990年度（1990～1991年）の上場企業の平均配当性向は30.3%であった。

（注2）株主資本利益率（ROE）×配当性向 = 株主資本配当率（DOE）

$$\text{ROE} = 10\% \text{ の企業の場合 } 10\% \times \text{配当性向} = 2.4\% \quad \text{配当性向} = 24\%$$

$$\text{ROE} = 15\% \text{ の企業の場合 } 15\% \times \text{配当性向} = 2.4\% \quad \text{配当性向} = 16\%$$

したがって、ROEの高い企業ほど、公約配当性向は低くてもよいことになる。

なお、1990年度の上場企業の平均ROEは、6.87%、平均DOEは、2.08%であった。

20

25

30

不許複製

慶應義塾大学ビジネス・スクール

Contents Works Inc.